



我国上市公司现金持有量与财务杠杆关系研究

——以上海 B 股为例

□潘连乡 刘传财

[摘要] 本文以我国上海证券交易所2000-2006年间上市的B股53家上市公司为样本,以公司现金持有量为应变量,以现金流、公司规模、财务杠杆、银行债务为自变量,股利支付意愿为控制变量,检验上市公司现金持有量与财务杠杆之间存在何种关系。检验结果说明,企业现金持有量与企业财务杠杆比率显著正相关,且回归系数为0.311,透露出的信息是企业现金持有量与财务杠杆呈正比,意味着管理者往往通过提高负债来从事过度消费,也就是代理问题严重。现金持有量与企业银行债务显著负相关,财务杠杆均值为0.5519,银行债务约为总负债0.49的分析结果等透露出的信息是,企业持有现金的大部分是通过外部股权融资操作而来。这印证了我国企业在进行外部融资时,存在股权融资优于债务融资的现象。

[关键词] 上市公司;现金持有量;财务杠杆;关系

[中图分类号] F830.91 [文献标识码] A [文章编号] 1006-5024(2009)02-0162-05

[作者简介] 潘连乡,江西城市学院商务分院院长、特聘教授,博士,研究方向为人力资源管理、经营管理;
(江西南昌 330004)

刘传财,厦门大学经济学院博士生,研究方向为财务会计。(福建 厦门 361005)

一、引言

公司的现金持有行为是公司一项重要的理财行为,它综合反映了公司的财务战略和经营战略,并且与公司的治理状况也密切相关。现金持有量是现金管理的重要内容,确定适当的现金持有量是企业必须关注的重要课题。持有过多或过少的现金对企业都是不利的。这是因为,一方面,企业经营的目的是为了最大限度地获得价值增值,只有企业将现金用于购买生产材料和劳动力并投入生产,才能创造出价值增值,保留现金本身并不是企业的目的,拥有过多的现金会造成机会成本上升。另一方面,若企业因缺乏必要的现金,不能应付业务开支所需,就会使企业蒙受损失或为此付出惨痛的破产代价。可见,现金持有量对企业的运营与发展起着举足轻重的作用。而且,现金是可称为公司中流动性最强的资产,持有现金主要有两个优点:一是可节省外部融资的交易成本,且不用为日常性的现金支付清算资产;二是可满足公司盈利性项目的投资需求和某些意外性支付。同时,持有现金也存在两大缺陷:一是持有现金的低收益;二是由经理人、控股股东自利动机引起的现金持有代理成本。所以,公司的实际现金持有决策是大股东、中小股东、经理人等利益相关者利益较量的结果。

资金市场的形成,为企业筹集资金提供了条件。但市场的复杂性和不确定性,也会给企业带来风险。因而,企业在筹资时,如何在财务杠杆利益和财务风险之间作出权衡,既

能给企业带来较大收益,又不冒最大风险,已成为财务管理工作中的一个重要课题。随着经济体制的改革,举债经营模式已被越来越多的经理人所接受和运用。只要借入资金的利息低于税前利润率,就能为企业带来收益。但负债经营总是伴随着风险,如债务利率的上升,息前利润率的下降,都会给企业带来损失,甚至会使企业面临破产的威胁,最终导致经理人失业,股东、债权人等蒙受巨大财务损失。因此,企业在举债投资时,就应重视正确利用财务杠杆作用,把握适当的负债比率。企业的最优资本结构是使债务资本的边际成本与边际收益相等时的比例。而针对我国上市公司中国家仍持有多数股份的特殊股权结构,以及政府往往通过行政力量,政策性地指导银行放款给企业,造成部分企业甚至在公司有营利时也不进行银行贷款的清偿,使得债务累积,利息的负担增加,最终侵蚀了企业的净收益。因此,本文将针对上海上市的B股公司进行企业现金持有量与财务杠杆存在的关系进行研究。

二、文献探讨

从外部市场筹集资金的交易成本,国外有多位学者提出研究报告,如 Ozkan 等(2004)的研究发现,公司的规模和公司的现金持有量显著负相关;公司的投资机会和公司的现金持有量显著正相关;公司现金持有量和公司的现金周转期显著负相关;公司现金流量的不确定性和公司的现金持有量显著正相关。Opler 等(1999)的研究发现,公司资产的规模和公司的现金持有量显著负相关;公司现金流量的不确定性和公司的现金持有量显著正相关,而公司的债务水平和公司的现金持有量显著负相关;公司信息不对称程度和公司的现金持有量显著正相关。Miller 和 Orr(1966)都认为现金持有量存在着规模经济,规模较大的公司将会持有较小比例的现金。Jensen(1986)的自由现金流量假说,公司的管理当局基于私利的考虑,往往愿意将现金留在手中,而不是将其分配给股东。Ozkan 等(2004)的研究发现,随着公司管理人员持股数的增加,公司的现金持有量先是减少,然后增加,最后又减少。Faulkender(2002)研究结果发现,管理者持股比例与公司的现金持有量显著负相关。另外,股东数量越多的公司持有的现金越多。Guney 等(2003)实证研究发现,一国的法律环境和公司的股权结构在决定公司的现金持有行为方面起着非常重要的作用。Ozkan 等(2004)的研究发现,公司的银行债务和公司的现金持有量显著负相关。

Mayer 优序融资理论(The Pecking order Theory)以不对称信息理论为基础,并考虑交易成本的存在,认为权益融资会传递企业经营的负面信息,而且外部融资要多支付各种成本。因此,企业融资一般会遵循内部融资、债务融资、权益融资这样的先后顺序。Myers and Majluf(1984)的研究表明,当股票价格高估时,企业管理者会利用其内部信息发行新股。投资者会意识到信息不对称的问题。所以,当企业宣布发行股票时,投资

者会调低对现有股票和新发股票的估价,导致股票价格下降、企业市场价值降低。内源融资主要来源于企业内部形成的现金流。由于内源融资不需要与投资者签订契约,也无需支付各种费用,所受限制少,因而是首选的融资方式。其次是债券或银行融资,最后才是发行股票。Ross(1977)的信号传递理论认为,管理者对融资方式的选择实际上向投资者传递了企业经营的信息,由于破产可能性与负债水平正相关,投资者将企业发行股票融资理解为股价被高估、财务状况不佳的信号。而债务融资则显示了管理者对企业的未来业绩有着良好的预期,是企业经营良好的信号。当企业的经营业绩较差时,由于债务有较高的破产边际成本,低质量企业的管理者就不敢增加较多的债务。因此,越是高质量的企业,负债比率就会越高。因此,企业的市场价值与负债比率正相关。

在优序融资理论中,企业在经营好的时候要储备现金或举借少量债务,以避免将来投资时采用昂贵的外部融资方式。因此,在一定的投资机会下,盈利能力强的企业反而有更低的杠杆比例,高的利润留存和低的负债比例是拥有高融资能力的表现。而在权衡理论中,企业负债比例的变化是对举债利弊进行权衡的结果。因此,在一定的投资机会下,盈利能力强的企业有更高的杠杆比例。

三、样本的选择与研究方法

(一) 样本的选择。取材我国上海上市B股2000-2006年共53家公司股票,共7年的年度资产负债表及财务摘要表等面板数据(摘录自腾讯财经网站),以及各公司股利发放情形(摘录自中国证券市场网页 China Stock Markets Web)。

(二) 研究方法及步骤

1. 首先通过“中国证券市场网页”、“腾讯财经网页”,针对在我国上海上市的53家B股公司发布的资产负债表及财务摘要表等面板数据,按照需要选取各公司2000-2006年总资产值、净利润值、固定资产折旧值、无形资产及其他资产摊销值、总负债值、短期银行负债值、长期银行负债值、流动资产总值及每年各公司是否支付股利等数值,登载于excel。进而依研究需要,针对研究变量的设计及操作性定义,计算出2000-2006期间的年平均现金持有量(C_a)、企业规模($Lnsiz$)、现金流(cash flow)、财务杠杆(financial leverage)、银行债务(bank debt)、股利支付意愿哑变量。

2. 变量的设计:

表1 变量的设计

因变量	变量定义
现金持有量(C_a)	货币资金和现金等价物之和/总资产
自变量	
现金流(CF_{flow})	(净利润+折旧+无形资产摊销及其他)/总资产
公司规模($Lnsiz$)	$Lnsiz = \ln(\text{总资产})$
财务杠杆(Lev)	$Lev = \text{总负债} / \text{总资产}$
银行债务($Bankd$)	$Bankd = (\text{短期银行借款} + \text{长期银行借款}) / \text{总负债}$
控制变量	
股利支付意愿	支付股利取1,否则取0

3. 采用 Window Soft Ware SPSS13.0 进行描述性统计、Pearson correlation 相关性分析及线性回归分析。

4. 本研究设定的线性回归方程式为：

$$Ca = a + \beta_1 AVE Da + \beta_2 AVE SIZE + \beta_3 AVE BANK DBT + \beta_4 AVE C FLOW + \beta_5 AVE Div + \varepsilon$$

5. 判读统计结果的数据,包含描述性统计、Pearson correlation 相关性分析及回归分析的数据,并分析其中隐含的管理意涵。

四、实证研究

(一)操作性定义

1. 现金持有量的衡量(Ca):对于现金持有量的衡量有三种方法可供选择。(1)Opler et al(1999)以现金及现金等价物与扣除现金及现金等价物后的总资产比率来衡量企业的现金持有水平;(2)Faulkender(2002)以现金与销售收入的比率来衡量企业的现金持有水平;(3)Guney et al(2003)以现金及现金等价物之和与总资产比率来衡量企业的现金持有水平。本研究采用 Guney et al(2003)以现金及现金等价物之和与总资产的比率来衡量企业的现金持有水平。

操作性定义:(货币资金和现金等价物之和)/总资产

2. 企业规模(Lnsize):现金持有与企业规模之间的相关关系是不明确的。现金持有的交易成本模型预期现金持有与企业规模负相关。Whiteed(1992)、Kim et al(1998)认为,与规模较大的企业相比,规模较小的企业会面临更多的借款限制和较高的外部融资成本。企业规模可能与企业的财务困境成本负相关。Titman & Wessels(1998)认为规模较大的企业更可能进行多元化投资,因此,经历财务困境的可能性较少。Ozkan(1996)认为,规模较小的企业出现财务困境时,更可能被清算。企业在现金管理方面存在规模效应。再者,现金持有的信息不对称模型也预期现金持有与企业规模负相关。最后,现金持有的管理者操控性代理成本模型从企业规模预期可能与股权分散度正相关,而与管理者决策行为的可观察性负相关角度出发,预期现金持有与企业规模正相关。

操作性定义:企业总资产值的自然对数表示企业的规模 Lnsize = LN(总资产)。

3. 现金流(cash flow):现金流对企业现金持有的影响是不明确的。现金持有的交易成本模型从现金流可作为现金持有的一种替代,预期现金流与现金持有之间存在负的相关关系。现金持有的信息不对称模型,认为在控制其他变量的情况下,预期有更高现金流的企业将持有更多的现金。

操作性定义:CFLOW = (净利润 + 折旧 + 无形资产摊销及其他)/总资产

4. 财务杠杆(financial leverage):资金市场的形成,为企业筹集资金提供了条件。但市场的复杂性和不确定性,也会给企业带来风险。因而,企业在筹资时,如何在财务杠杆利益和财务风险之间作出权衡,既能给企业带来较大收益,又

不冒最大风险,已成为财务管理工作中的一个重要课题。大多数的理论模型预期现金持有与企业的财务杠杆比率负相关,但是也存在一些理论模型预期现金持有与杠杆比率之间存在正相关。

操作性定义 $Lev = \text{总负债} / \text{总资产}$

5. 银行债务(bank debt)

无论是现金持有的债务代理成本模型、信息不对称模型、交易成本模型均预期现减少与代理冲突与信息不对称相关的问题方面,银行融资比公开市场的债权融资更有效率。Fama(1985)也认为,银行能从企业获得不能从公开信息渠道获得的更多企业信息。因此,银行在最小化信息成本上拥有相对优势。对企业而言,则传递出正面的信息,无形中亦增强了企业外部融资的能力。

操作性定义:Bankdbt = (短期银行借款 + 长期银行借款)/总负债

6. 股利支付意愿:股利政策是上市公司将其实现的收益向股东进行分配的决策。它主要包括的内容有如下三个方面:是否支付股利及股利支付比率高低的决策;以何种形式支付股利的决策;如何策划股利发放程序的决策等。股利相关论的代表 Lintner(1956)则认为,投资者一般都厌恶风险,由保险盈余再投资而来的资本利得的不确定性要高于股利支付的不确定性,故投资者将偏好股利而非资本利得。正所谓“双鸟在林不如一鸟在手”,故此理论又被戏称为“一鸟在手论”。Litzenberger(1979)等人发展的税差学派,根据美国的税制,进一步研究论证了股利政策的变化通过对所得税的影响,从而影响公司的价值。如果投资者的边际税率高于长期资本利得税率,情况则会相反,这时投资者宁愿公司少支付股利而将较多的盈余用作再投资,他们为了获得较高的预期资本利得,愿意接受较低的股票报酬率。股利的代理成本理论始于 Jensen & Meckling(1976)的代理成本说。Jensen & Meckling 认为,公司股利政策体现了企业与外部股东、债权人及管理者之间的利益分配关系。对于企业来说,既需要通过恰当的收益留存,增加积累,满足其扩大再生产需要,又要根据投资者的股利偏好,进行收益分配。为此,企业要在这两种分配政策上进行选择,或者先满足股利分配,再以外部融资满足扩大再生产的资金要求;或者先满足企业扩大再生产的资金要求,再支付股利甚至不支付股利;不同的选择会导致不同的成本和风险。

(1)对于股东来说,需要在当期现金股利和未来资本利得之间进行衡量,做出满足其投资回报最大化的选择。只有当股东确信将盈余留存企业进行再投资,能获得比当期股利更高的投资回报时,才宁愿以追加投资的方式将收益留存企业。然而,在资本市场不完善的环境下,鉴于信息的不对称,股东很难获得使其做出合理决策的信息。而且,每个股东的风险态度也不相同,使得股东在当期收益实现未来资本利得的衡量中,表现出不同的选择偏好。

(2) 对于债权人来说,股利的发放减少了企业股东权益,降低了资产的流动性,并相应增加债权人的风险。因而,股利分配越少,企业留利越多,发生违约的风险就越低,债权人收到到期本金的可能性就越高。

(3) 对企业管理者来说,若大部分盈余返还给投资者,他们自身可供支配的闲置现金流量就相对减少,可在一定程度上抑制管理者过度扩大投资和进行在职消费。甚至迫使公司通过市场增加负债融资,减少内部人对企业的控制。因而,公司管理者可能会通过操纵股利分配政策,以减少股利支出,特别是现金股利。

本研究对股利的发放与否,采取股利支付哑变量,如果企业在某年支付了股利时就取1,否则就取0。

(二) 研究假设

为了本研究目的的需要,拟定以下五组对立假设:

- H1(a) 企业现金持有量与企业规模显著正相关;
- H1(b) 企业现金持有量与企业规模显著负相关;
- H2(a) 企业现金持有量与企业现金流显著正相关;
- H2(b) 企业现金持有量与企业现金流显著负相关;
- H3(a) 企业现金持有量与企业财务杠杆比率显著正相关;
- H3(b) 企业现金持有量与企业财务杠杆比率显著负相关;
- H4(a) 企业现金持有量与企业银行债务显著正相关;
- H4(b) 企业现金持有量与企业银行债务显著负相关;
- H5(a) 企业现金持有量高,则企业发放股利政策显著正相关;
- H5(b) 企业现金持有量高,则企业发放股利政策显著负相关。

(三) 实证分析

1. 描述性统计结果如下

表2 描述性统计表

项目名称	平均值
AVECa	0.5375
AVED/A	0.5519
AVESIZE	21.487
AVEBANKDBT	0.4898
AVECFLOW	0.2423
AVEDiv	0.4731

(1) 由数据显示,平均现金持有量(AveCa)值为0.5375,略大于总资产值的1/2,透露出我国上市B股的公司现金持有量高。因此,显示出代理问题严重以及投资不足。

(2) 财务杠杆均值为0.5519,显示出总负债略大于总资产的1/2。

(3) 企业规模对数值为21.487,显示出我国上市B股的公司资产的均值约为21.5亿元人民币,较欧美上市公司略低。

(4) 银行债务约为总负债的49%,显示出公司在通过外部融资筹资时,银行借贷所占的比率,这或许透露出很多企业存在经由政府政策指示获取银行融资,而通过发行公司债

企业经济 Enterprise Economy
2009年第2期(总第342期)

及优先股筹资的风气仍然不盛行。

(5) 现金流量值为0.2423,显示企业获利能力不高,现金流量稍低,易产生资金周转不灵、“黑色倒闭事件”发生。

(6) 股利发放哑变量(AVEDiv)平均值为0.4731,透露出我国上市B股的公司较不喜欢发放股利。

2. Pearson correlation 分析

表3 相关性分析

	AVECa	AVED/A	AVESIZE	AVEBANKDBT	AVECFLOW	AVEDiv
AVECa	1.00					
AVED/A	.391***	1.00				
AVESIZE	-.138	-.053	1.00			
AVEBANKDBT	-.312**	.063	.101	1.00		
AVECFLOW	-.331***	-.220*	.110	.016	1.00	
AVEDiv	-.267**	-.330***	.575***	-.136	.275**	1.00

注:***表示在1%的水平上显著;**表示在5%的水平上显著;*表示在10%的水平上显著。

(1) 企业现金持有量与企业财务杠杆显著正相关,代表着当公司现金持有量越高时,公司越愿意进行高财务杠杆的操作,以增加企业收益。H3(a)成立,H3(b)不成立。

(2) 企业现金持有量与企业规模呈现负相关,但不显著,H1(a)及H1(b)均不成立。

(3) 企业现金持有量与企业银行债务显著负相关,代表着当公司现金持有量越高时,公司越不喜欢再向银行借款进行投资。这透露出我国上市公司投资行为保守,扩张企业版图的雄心不足,或许这与国有企业保守企业文化有关。H4(b)成立,H4(a)不成立。

(4) 企业现金持有量与企业发放股利政策显著负相关,代表着当公司现金持有量越高时,公司较不喜欢发放股利,则亦于产生代理问题。譬如,管理阶层的过度消费等代理问题于是容易发生。H5(b)成立,H5(a)不成立。

(5) 企业现金持有量与企业现金流量显著负相关,显示出企业呈现出投资不足的现象。H2(b)成立,H2(a)不成立。

3. 回归分析

本研究以现金持有量Ca为因变数(dependent variable),财务杠杆(AVED/A)、企业规模(AVESIZE)、银行债务(AVEBANKDBT)、现金流(AVECFLOW)等为自变量(independent variable),股利政策(AVEDiv)为控制变量,进行线性回归分析。结果如下:

表4 model summary

model	R	R ²	Adjusted R ²	Std Error of the Estimate	Dubin - Watson
1	0.587	0.344	0.273	0.15722	1.869

由上表4得知,回归分析结果 $R^2 = 0.344$,亦即解释能力达34.4%。由下表5可知:(1) 现金持有量的回归系数值 β_1 为0.311***,可知公司财务杠杆增加,则上市公司现金持有Ca增加,呈现显著正相关。(2) 公司规模的回归系数值 β_2 为0.040,但不显著,可知我国上海上市B股的公司规模越大,

表5 regression coefficients

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients
		B	Std. Error	Beta
	(constant)	0.483	0.637	
	AVEDa	0.265	0.111	0.311 **
	AVESIZE	0.008	0.031	0.040
	AVEBANKDBT	-0.351	0.122	-0.356 ***
	AVECFLOW	-0.227	0.134	-0.212 *
	AVEDiv	-0.088	0.082	-0.177 **

注:***表示在1%的水平上显著;**表示在5%的水平上显著;*表示在10%的水平上显著。

公司现金持有量越高,但不存在显著关系。(3) 银行债务的回归系数值 β_3 为-0.356***,可知公司银行债务增加,则上市公司现金持有量 Ca 减少,呈现显著负相关。(4) 现金流量的回归系数值 β_4 为-0.212*,可知公司现金流量增加,则上市公司现金持有量 Ca 将减少,呈现显著负相关。(5) 股利支付意愿之回归系数值 β_5 为-0.177**,可知上市公司现金持有量 Ca 增加,但公司股利支付的结果却减少,呈现显著负相关。若将回归结果以线性方程式表示,可表示为:

$$Ca = 0.483 + 0.311AVEDa - 0.356AVEBANKDBT - 0.212AVECFLOW - 0.177 AVEDiv$$

五、检验结果与启示

现金持有量对整个公司财务管理会产生深刻的影响,一般对于一个企业来说,多余的现金通常会被作为股利发放给股东或进行再投资。所以,股利政策在某种程度上受企业现金持有量的影响,多余的现金亦可能被用来进行投资,但过多的剩余资金往往容易产生代理问题。当企业内部缺乏资金,需要筹集外部资金,筹集资本的决策也受企业现金持有量的影响。因此,本研究通过实证检验研究假设后获得下列结果。

(一) 研究假设检验的结果

表6 检验假设的结果

假设	内容	结果
H1(a)	企业现金持有量与企业规模显著正相关	不成立
H1(b)	企业现金持有量与企业规模显著负相关	不成立
H2(a)	企业现金持有量与企业现金流显著正相关	不成立
H2(b)	企业现金持有量与企业现金流显著负相关	成立
H3(a)	企业现金持有量与企业财务杠杆比率显著正相关	成立
H3(b)	企业现金持有量与企业财务杠杆比率显著负相关	不成立
H4(a)	企业现金持有量与企业银行债务显著正相关	不成立
H4(b)	企业现金持有量与企业银行债务显著负相关	成立
H5(a)	企业现金持有量高,则企业发放股利政策显著正相关	不成立
H5(b)	企业现金持有量高,则企业发放股利政策显著负相关	成立

(二) 管理意涵

比较中美两国的企业融资偏好,我国的企业融资顺序主要表现在企业过于偏好股权融资。但是,企业若偏好股权融资会带来以下的问题:1. 因为我国资本市场的不完善和不发达,企业一窝蜂选择股权融资,一方面使得真正需要股权资

金发展的企业可能因得不到充足的资金而失去良机。另一方面使得那些不需要太多股权资金的企业闲置了大量资金,这将导致低效率的局面。2. 如果一个因股权融资而拥有大量的闲置资金的公司,它必然要寻求其他的投资,而进入一个自己不熟悉的行业,或造成过度投资现象,容易因盲目而导致投资失败。

在我国大部分企业是国有企业,而且一些国有企业效益不佳,拥有自有资金能力薄弱,若想经由内源融资不易。因此,我国企业的客观情况造成了必须要依赖外部融资。而按照优序融资理论及欧美的经验,在外部融资中,应首选银行借贷和债券融资,而不是股权融资。因为在发达的资本市场,债券筹资的发行成本比股票筹资低,债券利息又可从税前利润扣除,而股息则从税后利润支付,存在公司法人和股份持有人的问题。债券融资不影响原有股东的控制权,债券投资者只有按期收取本息的权力,没有参与企业经营管理和分配红利的权力。对于想控制股权,维持原有管理结构不变的企业管理者来说,发行债券比发行股票更有吸引力。

参考文献:

- [1] Boyd J. H., and E. C. Prescott, 1986, Financial Intermediary - Coalition, Journal of Economic Theory 38 211 - 232.
- [2] Diamond D., 1984, Financial Intermediation and Delegated Monitoring, Review of Economic Studies 51 393 - 414.
- [3] Fama E. F., 1985, Contract Costs and Financial Decision, Working Paper.
- [4] Faulkender M. W., 2002, Cash Holding among Small Business, Working Paper.
- [5] Lintner J., 1956, Distribution of Income of Corporations among Dividends, Retained Earning, and Taxes, American Economic Review 46: 97 - 113.
- [6] Opler, Pinkowitz L, Stulz R, Williamson R. The determinants and implication of corporate cash holding. Journal of Financial Economics, 1999.
- [7] 范素文. 财务杠杆的应用及对企业价值的影响[J]. 河北经贸大学学报, 1996, (8).
- [8] 陈阳光. 国外公司现金持有行为的研究综述[J]. 华东经济管理, 2006, (9).
- [9] 高晓红. 我国上市公司股权融资偏好分析[J]. 投资研究, 2000, (8).
- [10] 黄少安, 张岗. 中国上市公司股权融资偏好分析[J]. 经济研究, 2001, (11).
- [11] 陆正飞, 叶康涛. 中国上市公司股权融资偏好解析[J]. 经济研究, 2004, (4).
- [12] 张献华, 姜秀珍, 田亮. 影响企业现金持有量的经济学诠释[J]. 经济问题探索, 2004 (3).

[责任编辑 陈 瑾]